

# 環球經濟突生病 日俄鬥餓

敦沛證券業務董事  
施俊威

百家觀點

中國5月份採購經理指數PMI估計為51.6點，為9個月以來最低，反映出近期中國經濟增長動力轉弱的趨勢延續。PMI統計出採購經理對營商環境的看法：看好、看淡或不變的按月百分比變動，50點表示着整體在該月份的展望不變。現階段仍高於50以上，相信仍可維持國內經濟未有「硬着陸」的危機，但緊縮的政策仍會對經濟產生抑制作用，預期逐步放緩的PMI趨向，本季GDP增長或可能降至9%以下。最後修訂數字將於6月初公布，而4、5月的數值均為51.8點。



日本3月的大地震，對供應鏈構成斷裂破壞，成為不同行業需求疲弱的理由。圖為位於東京的電器店。

事實上，由4月開始美國企業已減少訂單，不論是重型機器、電腦、汽車甚至飛機，美國製造業需求都在減少，而數字反映亦是半年來最淡的。美國以至全球經濟都在放緩中，熊出沒的號角似已響徹，軟着陸或許已是較理想的預期，更恐慌的雙底衰退故事開始吸引投資者的關注。

曾於2009年低潮期出手入市，現為對沖基金効力的巴頓碧斯Barton Biggs，卻樂觀評價美股，全球經濟慢行都不減其對工業股的偏好，碧斯特別鍾愛農業及建築設備股，指其整體增長持續高於預期。美國標準500指數在4月底見過3年高位，隨着經濟數據公布落空於預期的次數上升，加上投資者正為聯儲局6,000億購債大計結尾的來臨準備，本月指數至今跌幅已有3.5%。

美國商務部報告指出，耐用品訂單按月減少3.8%，即使扣除飛機項目，亦蒸發了2.8%。或許市場亦早預料，日本3月的大地震，對供應鏈構成斷裂破壞，成為不同行業需求疲弱的理由。全球汽車均頗依賴日本出產的零組件，美國統計汽車及相關設備需求單月下跌4.4%，是去年8月以來最大跌幅。美國近年的復甦由本土及海外的需求帶動，令經濟衰退在2009年中止步，美元弱勢亦為製造業出口帶來更有利的環境，因此需求疲弱隨時可令聯儲局退市

多一分的考慮。

日本央行也釋出有意擴大貸款措施以支援國家重建，其工廠生產陷於停頓，已滲進全球的經濟數據當中，而日本自身經濟亦再踏入衰退之路。4月份日本出口按年跌幅是前年全球金融危機以來最慘烈的，4月份的貿易赤字更是過去31年以來首見的。近兩次日本央行會議都維持其購置資產規模，央行視其為主要的刺激經濟工具，市場期待7、8月新一輪的刺激方案出台，估計央行等待政府第二份追加預算。據日本貿易數據指出，4月付運美國的貨品按年下跌23.3%，出口中國(現今日本最大出口市場)同月下跌6.8%，而銷售至歐洲的產品下跌10.7%，供應斷層的影響正在出口至世界各地。

油價敏感度較高的俄羅斯股市，本季隨油價回落亦難抗壓，首季曾列環球最佳表現的RTS指數，本季將面對誰出選俄國2012總統選舉的疑慮。本季至今，RTS曾下跌13.7%，投資者近日從俄國基金中撤出，金銀配對速度計，是2006年以來最激烈的，如此油價下跌或可能從頂部大跌20%。現任總理普京Vladimir Putin和總統梅德韋傑夫Dmitry Medvedev均推後決定出選來屆總統的配對，而且近日低於預期的經濟增長，俄國工業生產遜色，迫使新興市場基金經理減持這個能源出口大國的投资。

## 希債再次震盪環球

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

目前影響環球經濟的負面因素眾多，尤其以歐債及美債問題，以及美國經濟的復甦步伐放緩最為影響市場，而本週初傳出希臘的債務問題可望解決的好消息，使外界一度以為希臘債務危機快將告一段落，減少一個利淡環球經濟的因素，利好環球市場氣氛。但本週中評級機構穆迪突然宣布大幅下調希臘評級，再次挑起市場對歐債問題的憂慮，而穆迪更表示希臘有達一半可能性發生債務違約，打消了市場樂觀情緒，更令環球市場出現震盪。

於週初，有消息指德國可能放棄提前對希臘債務進行重組的計劃，此舉有助於防止希臘融資需求陷入僵局，紓緩了市場對歐債危機的擔憂，而一直持反對態度的德國突然轉換立場，無疑為市場帶來驚喜。另外，歐盟官員亦正擬對希臘的第二批救助方案，可能採納的政策包括債務延期和延長國債年期等方案，為希臘債務問題得以解決帶來希望。

### 穆迪下調評級 憂慮升溫

然而，週三(6月1日)評級機構穆迪再次下調希臘的主權信貸評級，使原本得以紓緩的歐債憂慮，再次升溫。信貸評級機構穆迪把希臘的主權信貸評級調低3級，由B1下調至Caa1的垃圾級別，評級前景為負面，主要由於希臘無法按照此前計劃設定的時間進度穩定其債務比率的可能性不斷增加，國際貨幣基金組織及歐盟未來亦可能要求

希臘進行債務重組，以作為向希臘提供援助的條件。

而債務重組包括未能全額償付債項，或者延長還款期限，因此，希臘出現債務違約的機會很大，繼續成為環球經濟的一個計時炸彈。

### 美復甦步伐放緩構成不利

希臘會否出現債務違約還是未知之數，但從近期的經濟數據可以看出，美國的經濟復甦步伐正在放緩，將會拖累環球經濟。S & P Case-Shiller 3月份美國20個大城市房價指數較上年同期下滑3.6%，跌幅大過市場預期的3.4%；而美國第一季房價指數較上年同期下跌5.06%，至125.41，低於2009年4月金融海嘯期間的低位，呈現雙底回落，反映外界一直擔心美國樓市岌岌可危，不無道理。

事實上，美國房地產市場疲弱，而製造業的前景亦未見樂觀。芝加哥地區5月份製造業PMI從4月份的67.6意外下降至56.6，為2009年11月以來的最低水平。另外，美國供應管理協會美國5月份製造業指數，亦由4月份的60.4急跌至53.5，更為2009年9月以來最低水平，亦低過市場預期的57.7。

在近期眾多的欠佳數據下，不難想像，美國在週四(6月2日)及週五(6月3日)兩日公布的5月份失業率以及其他數據，均會繼續顯示美國經濟增長步伐正在放緩，在大家都有心理準備的情況下，對環球市場的衝擊將會有限。不過，歐盟、歐洲央行及IMF三方對希臘財政進展的最新評審報告將在週五完成，報告或會像穆迪般再為環球市場帶來震盪。

## 央行貨幣政策不應追求「賺錢」

哈佛大學經濟學博士  
郭凱

《聯合BLOG》

我去過一個國家，這個國家的通脹率真得有點嚇人。跟當地中央銀行的人聊天，問他們為什麼不收緊貨幣。回答是：我們受不了收緊貨幣的成本。你可能會好奇，央行一個印錢的地方，怎麼可能會擔心虧錢。但一個事實是，貨幣政策是有成本的，當然也有利潤。就拿這個國家為例，因為有兩位數的通脹率，因此，如果央行希望收緊貨幣，就得以兩位數的利率去市場發行央票回收流動性。支付兩位數的利率，央行豈不是要花血本？

其實，這完全不是一個特例，美聯儲也面臨一模一樣的問題。拿美聯儲正在進行、但快要結束的量化寬鬆為例。量化寬鬆的目的是拉低長期利率，具體操作起來就是美聯儲在市場上用高價買債券(債券價格越高，對應的利率就越低)。但總有一天，美聯儲是要開始加息的。一旦加息週開始，債券的價格就會下跌，美聯儲手上持有的債券立刻就會貶值，美聯儲就會遭受損失。

### 價格穩定作為政策指南

事實上，這件事情可以被一般化。央行在收緊貨幣的時候一般是要「虧錢」的，反過來則是，央行在放鬆貨幣的時候是要「賺錢」的。央行如果真的是以「賺錢」為目的，那需要做的就是放鬆貨幣，製造通脹，然後央行坐收鑄幣稅和通脹稅。但是，很顯然，央行不應該是以「賺錢」為目的的，而是應該以價格穩定以及其它的目標(例如就業、金融穩定)作為政策指南的。這同時就意味着，央行不能太在乎賺錢或者賠錢。如果央行老是擔心賠錢，就會出現我到過的那個國家的情況。

說這麼多，是想說，央行賺錢還是賠錢，是其採取什麼貨幣政策的結果。評價央行，你要看的是其採取的貨幣政策對不對頭，而不是央行賺錢還是賠錢了。

中國現在的貨幣政策有一個很明顯的特點，那

就是貨幣政策服務於匯率政策。很多實行浮動匯率的國家，流進一個國家的外匯並不會變成央行的外匯儲備，也不會影響貨幣供應量，因為央行根本就不在外匯市場進行干預。在中國，事情則是，流進中國絕大多數外匯，最後都會變成儲備，因為這是央行干預的結果。為什麼要干預？不干預匯率就要升值。

我這裡不是要評價央行匯率政策是不是合理，只是想說，匯率政策是中國貨幣政策一個重要部分。央行允許貨幣升值，相當於收緊貨幣條件，而央行允許貨幣貶值，則相當於放鬆貨幣條件。因此，中國的央行面臨其它央行一模一樣的問題：收緊貨幣的時候會有「損失」，放鬆貨幣的時候會「賺錢」。這件事情當然不難理解：人民銀行的資產負債表都是用人民幣計價的。人民幣升值，外匯儲備作為人民銀行的資產，轉換成人民幣的時候就會縮水；人民幣貶值，外匯儲備作為人民銀行的資產，轉換成人民幣的時候就會增值。前者，會使得人民銀行虧錢，後者會導致人民銀行賺錢。

但是，這樣因為人民幣升值或者貶值導致的虧錢和賺錢，是央行匯率政策的一個結果。評價這件事情，不能把目光放在央行的外匯儲備是不是因為人民幣升值或者貶值而縮水或者增值了，而是應該看央行的匯率政策本身是不是合理。當然，你可以把儲備管得很好，然後產生較好的回報率，但這個回報率最後還是用外匯計價的。人民幣升值，導致儲備轉換成人民幣縮水這件事情，仍然還是會發生。因此，需要把外匯儲備用外匯計價的回報率和外匯儲備因為人民幣匯率變化而發生的增值和縮水分開看。前者是一個投資回報的問題，後者則是一個匯率政策的問題。

關心一個央行是賺錢還是賠錢是一件挺危險的事情。特別是，如果央行自己開始關心這件事情。因為，歷史證明央行賺錢的時候多半都是老百姓遭殃的時候。很多政府收不上來稅，沒有財政收入，就是靠央行「創收」的那點錢過日子的。還是應該把注意力轉移央行自身的政策合理不合理為好。(本報稿自郭凱個人網誌)

## 波老道地皮料成「地王」

世紀21(香港)營運總監註冊專業測量師  
陳東岳

西半山波老道前公務員宿舍用地將於6月9日公開拍賣，近日多家發展商表態有意競投，為拍賣前增添激烈氣氛。

看過地皮章程，跟大家分析一下我的看法。該地段位於港島半山波老道頂端的一個高台位置，鄰近英基港島中學及猶太教國際小學，其東面有沿雲道發展的寶雲閣、寶雲殿、峰景及Bowen's Lookout等高層建築，北面朝向是中環金鐘及維港景色，南面則朝山頂及附近綠化景色，是極為罕有的地王。

地段面積約112,893呎，可建樓面面積上限是435,296呎，限作私人住宅用途，地積比率約3.85倍，建築覆蓋率約30%。賣地條款要求發展商需呈交園境設計總體計劃圖與當局審批，由於該地段可能受西南面之山坡的山泥傾瀉影響，發展商需在施工前延聘土力工程師對該地段及指定地帶作調查報告並交當局審批。

### 建成樓宇後勢成富豪首選

該地段私隱度高，地盤相對四正，縱然有上述綠化園境及土力調查等要求，由於地段距中環核心區只有10多分鐘車程之遙，將來建成樓宇後將為富豪

首選。有論者說由於地段東面有高樓遮擋部分景觀，故地價或因此受影響。我同意這看法，但其他朝向頗開揚以及綠化景觀，兼且這是多次被勾不果，港島半山罕有剩餘可供拍賣的靚地，假如拍賣時出現多家買家志在必得的場面，或仍有機會創出高價。

考慮對上兩次同類半山住宅地皮拍賣，2010年7月聶哥信山做32,014呎呎價，上月份司徒拔道嶺南舊址做近25,000呎呎價，前者當時未有發水限制，後者有斜坡及下水道隧道等條款，綜合考慮各項包括地段可建面積較多等因素，估計成交價為130億元，平均樓面地價約30,000元。



圖為西半山波老道地盤。資料圖片

## 改變電源結構有利太陽能發展

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

過往內地出現「電荒」通常為夏季，但今年情況有所提早，目前多個省市均已採取措施限制用電。企業被迫限電，對經濟活動構成影響。然而，經濟高速增長帶動電力需求上升，煤炭價格高企及電網建設落後等因素，均令電荒問題難於短期內解決。若要從根本上解決，必須改變現時過度依賴火電發電為主的電源結構，加大力度發展過往為輔助角色的新能源發電，包括使用太陽能、風能及水力發電等可再生能源。

事實上，國家早前已意識到新能源對國家未來經濟發展的重要性，於「十二·五」規劃中重點提及支持新能源產業，並訂立明確目標，擴大新能源整體佔比，將由2010年的8.3%，提高至「十二·五」末期，即2015年的11.4%；並預計於下一個五年計劃期末，即2020年，進一步提高至15%，反映中央對新能源的重視程度。在國家政策扶持下，新能源行業前景可值憧憬。

### 光伏行業仍以多晶硅為主流

在「十二·五」規劃中，中央有意於把光伏產業的規模由5GW提升至10GW，預料整個行業均可受惠。光伏業務可分為單晶硅、多晶硅及薄膜太陽能三大範疇，分別在於

成本及太陽能光電轉換率。從成本角度出發，生產單晶硅成本最高，最低則為薄膜太陽能；但從轉換率方面考慮，單晶硅的轉換率可達到兩成以上，多晶硅及薄膜太陽能的轉換率則為15%及6%。在權衡利弊後，多晶硅成為光伏行業的主流。

太陽能產業獲得國家重點支持，未來幾年內地光伏裝容量將以倍計增長。不過早前內地發布《多晶硅行業准入條件》，大大提高多晶硅行業入門門檻。預期行業將出現整合潮，有助規模較大的晶硅製造企業。

不過，多晶硅行業亦存在一定程度的隱憂。首先多晶硅價格自今年4月有所回落，供應增加是價格回落的主因。另外，生產薄膜太陽能的企業近年積極研發新產品，以提升轉換率，部分產品的轉換率更已提高至7.5%。若轉換率進一步提升，多晶硅的競爭力將面臨下降，對有關企業構成一定風險。

此外，太陽能發電初期資金投入龐大，成本亦較傳統火力發電為高。

若政府扶持政策出現變動，例如減少資金補助及取消稅務減免等，實難與傳統火力發電公司競爭。

但總括而言，太陽能發電現時正處於高增長期，企業發電能力未來可大幅提升，加上在國策電價配合底下，盈利有望大幅增長，亦為現時可再生能源產業鏈中，相對穩健的投資選擇。

## 內地通脹料6月見頂

大成基金

基金點評

發改委決定自6月1日起，上調15個省市非居民用電價格，但保持居民用電價格不變。大成基金認為，本次電價調整對CPI並無直接影響，間接影響也將很小。而長江中下游的早情則有可能加大通脹壓力。預計5、6月份CPI將再創新高，但隨着經濟的放緩，CPI將見頂回落。

大成基金認為，價格上調有助於緩解電力供應緊張問題。電力供應緊張的根源在於政府對電價的控制，本次電價調整僅限於非居民用電，要最終解決問題，居民用電也須適度上調。本次電價上調僅限於15個省份，預計未來幾個月會有多省份加入上調電價的行列。

大成基金認為，鑒於本次調整不涉及居民用電，因此不會直接影響CPI。但非居民用電價格的上升勢必增加其他商品的生產成本，推升其價格，間接影響到CPI。這種間接的影響不會立即發生，而是會在電價上調後一段較長的時間

內逐漸顯現。不過，電價佔PPI的比重很小，而PPI向CPI的傳導比率也不高，而且，15個上調電價的省份GDP佔全國的比重只有40%，因此，本次電價上調對未來CPI的影響也將很小。

大成基金表示，相對而言，長江流域的早情將對CPI造成較大影響。據國家防辦統計，截至5月29日，全國耕地受旱面積1.04億畝。長江中下游地區5省耕地受旱面積為4535萬畝，佔全國受旱面積的43.4%。五省是水稻主產區，2009年五省稻穀產量佔全國的比重高達47.6%，還是油菜籽、芝麻、柑桔等農產品的主產區。專家分析大旱之後常有水澇，因此2011年農產品產出不容樂觀，這將加大通脹壓力。

但大成基金同時指出，4月PPI環比負增長，5月仍將保持負增長，產出放緩反映經濟有放緩跡象。經濟增長的放緩，必然會給物價帶來向下壓力，從而大幅抵銷上述兩項因素對CPI向上的推動力。而通脹的回落將紓緩央行進一步收緊貨幣政策的壓力。